

Carta do time de gestão – outubro de 2022

Visão Macro

Em um mês de outubro marcado pelas eleições brasileiras, nosso fundo multimercado subiu 2.73% (contra 1.02% do CDI) e nosso fundo de ações subiu 8.09% (contra 5.45% do Ibovespa). Nos últimos 12 meses, o fundo multimercado rende 57.49% (contra 11.49% do CDI) e o FIA rende 21.09% (contra 12.11% do Ibovespa). Desde o início, o fundo multimercado rende 185% do CDI e o FIA rende 67% acima do Ibovespa.

A eleição de Lula tem sido muito bem recebida pelos mercados até o momento, com exceção das ações de empresas estatais que têm sofrido, dado o histórico muito ruim das gestões do PT sobre elas. O mercado segue tentando enxergar o lado positivo de um governo Lula: maior acesso de estrangeiros ao mercado nacional via práticas de ESG, alguma pacificação institucional interna e junto à imprensa, menos confusão nas declarações do Presidente, entre outros. Além disso, há ainda uma visão otimista com a direção da política econômica. Sabemos que não falta oferta de bons economistas para possivelmente trabalhar com o governo, mas Lula segue insistindo na sinalização de que quer um político na Fazenda para negociar com o Congresso e nomes como o de Wellington Dias ganham força o que, a nosso ver, está bem aquém da visão otimista do mercado de um tecnocrata com renome. Seguem também as declarações de aumento de gastos e do número de ministérios, o que é uma notícia ruim não apenas do ponto de vista fiscal, mas também por colocar em risco o processo de afrouxamento da política monetária que os mercados precificam para o ano que vem.

Não é fácil a equação que Lula terá que resolver para conseguir ao menos maioria simples no Congresso. Além de trazer PSDB, PMDB e PSD para sua base, ele precisa também adicionar ao menos um partido grande do Centrão. Para tentar chegar à maioria constitucional a dificuldade seria maior ainda. Essa é uma situação muito diferente da observada pelo PT em eleições anteriores, onde o Presidente se elegia carregando uma onda de congressistas a seu favor. Além disso, temos que lembrar que a oposição dessa vez é muito mais aguerrida e capaz de levar muita gente às ruas a qualquer momento. Lula tentará provavelmente usar o método antigo de distribuir ministérios em troca de apoio no Congresso, mas há que se testar ainda se esse método continua eficaz, dada a descentralização orçamentária ocorrida nos últimos anos e a forte vigilância da sociedade contra desvios de recursos públicos. Enquanto isso, as informações são de que os líderes da Câmara já se organizam para demonstrarem força contra o Presidente nas eleições legislativas de fevereiro. Portanto, muito terá que ser entregue em busca de apoio num ambiente onde muitas promessas de gastos sociais já haviam sido feitas durante a campanha, então não nos parece ser o caso de um governo que começa o primeiro ano de forma austera e reformista.

Dito de uma outra forma, temos dificuldades, até o momento, de embarcar na narrativa de que esse governo surpreenderá positivamente. Não descartamos por completo a possibilidade de isso acontecer, mas não vemos sinais concretos até o momento de que a coisa caminha nessa direção. Por isso, temos adotado um posicionamento mais defensivo com nossa carteira em todas as classes de ativos do mercado local, apostando mais em temas relativos e menos em um otimismo direcional com o Brasil.

A história recente dos governos de esquerda na América Latina nos sugere um período de lua de mel praticamente inexistente e uma perda de popularidade muito rápida adiante. Também tememos uma queda da confiança do empresariado local (majoritariamente inclinado ao antipetismo) que afete negativamente o

crescimento adiante. O que nos faria mudar de opinião no curto prazo com os rumos desse governo seria a indicação de uma equipe econômica realmente técnica e competente, com o receituário correto para tocar o arcabouço fiscal em curso, corrigindo os seus defeitos de maneira responsável. Também seria um bom sinal a formação de um governo realmente de coalizão, como nomes de peso em setores importantes e não apenas em cargos figurativos.

O cenário internacional também não nos parece muito propício a uma tomada de risco maior em Brasil, dado que a situação das economias americana e chinesa ainda nos parece ter riscos assimétricos para o lado negativo, o que poderia comprometer o crescimento mundial. Gostaríamos de reafirmar, porém, que dos mais de 20 anos de experiência da nossa equipe no mercado local, mais da metade desse tempo foi passada durante governos do PT no Brasil, portanto estamos seguramente bem escolados para navegar as águas que se aproximam.

Performance

O destaque do mês foi o book de ações, que contribuiu com 480 bps para o fundo, sendo 735 bps na parte comprada e -255 bps na parte vendida. Um dos destaques foi a empresa de saneamento de São Paulo. As ações da Sabesp já apresentaram um desempenho positivo antes do primeiro turno e seguiram subindo 21.2% no mês de outubro. Ainda vemos uma assimetria positiva na empresa, que tem boas chances de ser privatizada e assim continuar nesse processo de reprecificação. Hidrovias do Brasil também teve um desempenho expressivo, subindo 19% em outubro. É um dos nomes sobre os quais temos falado ao longo dos últimos meses e ainda vemos potencial significativo de valorização. Na parte de bonds e juros, tivemos contribuição negativa de -63 e -97 bps respectivamente, e em câmbio tivemos pequena contribuição positiva de 28 bps.

Posicionamento

O fundo terminou o mês sem grandes posições direcionais líquidas. Em ações, estamos com 8.9% vendidos e, em câmbio, temos 10% comprado em Real contra o dólar. Em juros, temos uma posição pequena comprada em NTN-B longa com hedge no DI e, em bonds corporativos, mantivemos uma posição comprada de 14%. Acreditamos que o momento não é para grandes apostas. De um lado temos um potencial fluxo positivo que pode vir dos estrangeiros com uma visão de melhor governança e políticas “ESG” e, do outro lado, temos uma definição de políticas econômicas e fiscais que poderiam a princípio ser relativamente “market friendly” mas que têm maior probabilidade de serem menos prudentes no médio prazo, colocando em risco o arcabouço fiscal/econômico. Preferimos acompanhar a evolução desses acontecimentos com posições relativas ao invés de posições direcionais no portfólio. Na margem, acreditamos que o mercado de outros países fora o Brasil pode começar a oferecer boas oportunidades também.

Em resumo, continuamos acompanhando a dinâmica de preços e de fundamentos e estamos com espaço para aproveitar oportunidades quando as assimetrias aparecerem de maneira mais clara.

Como sempre, estamos disponíveis para maiores esclarecimentos,

Time Exploritas